

Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie

Vincent FLEURIET

Direction pour la Coordination de la Stabilité financière

Service des Études de marché et de la Stabilité financière

Les marchés financiers chinois contribuent pour une part relativement faible au financement de l'économie chinoise. La capitalisation boursière et l'encours obligataire en Chine représentaient, en juin 2005, environ 27 % et 40 %, respectivement, du PIB ¹. Cette faiblesse relative du poids des marchés financiers dans l'économie chinoise s'explique à la fois par leur développement récent, leur orientation prépondérante vers des sociétés publiques faiblement rentables, comme principaux émetteurs potentiels d'actifs financiers, et la prééminence du financement par le crédit bancaire (environ 140 % du PIB en 2003 ²).

En outre, les performances du marché boursier sont loin de refléter celles de l'économie chinoise. Ce marché pâtit, en effet, d'une mauvaise gouvernance d'entreprise et d'introductions en bourse peu attractives des sociétés dont l'État détient le capital. Les cours boursiers ont donc baissé au cours des quatre dernières années. Le marché obligataire est également peu développé, en l'absence de références publiques suffisantes pour la cotation des titres privés.

Les autorités chinoises ont entrepris de nombreuses réformes autour de deux principaux axes : améliorer l'efficacité informationnelle de ces marchés afin de redonner confiance aux investisseurs, d'une part, et assouplir la réglementation afin d'augmenter la demande de titres, d'autre part. Ainsi, actuellement, les autorités chinoises favorisent les flux des investisseurs institutionnels résidents et non résidents, dont l'accès aux marchés des capitaux a été progressivement libéralisé. Cependant, la part des investissements de non-résidents sur les différents marchés chinois demeure faible et les non-résidents continuent de privilégier les investissements directs ou les achats d'actions sur les marchés offshore.

¹ Source : Bloomberg

² Source : Securities and Futures Commission

Mots-clés : actions, bourses, Chine, financement, gouvernance
d'entreprise, introductions en bourse, investisseurs, marchés
financiers, obligations, renminbi, Shanghai, Shenzhen, taux d'intérêt
Codes JEL : E44, G15 et G18

NB : Dans cette étude, l'analyse porte sur les marchés financiers de la Chine intérieure et exclut donc ceux de Hong Kong considérés comme des marchés offshore, conformément à l'approche généralement retenue par les investisseurs et les analystes.
L'auteur tient à remercier Jean-Patrick Yanitch (Mission économique, ambassade de France en Chine) pour ses éclairages et conseils. Le contenu de cette étude ne saurait cependant engager sa responsabilité.

Réformer les marchés financiers semble devenu une priorité pour les autorités chinoises. À terme, une plus grande efficacité de ces marchés permettrait une diversification des sources de financement de l'économie (encore très dépendant du secteur bancaire¹ et surtout fondé sur l'autofinancement). Par ailleurs, cette plus grande efficacité serait de nature à faciliter le desserrement du contrôle des changes et, partant, permettre une meilleure prise en compte des mécanismes de marché dans la détermination du taux de change du renminbi². Ainsi, les réformes visent, d'une part, à améliorer la gouvernance d'entreprise et accroître la transparence et, d'autre part, à une plus grande ouverture du marché des actions aux investisseurs institutionnels.

Ces deux axes de réformes apparaissent complémentaires pour les autorités chinoises. Le premier a un objectif principalement qualitatif : permettre une plus grande efficacité informationnelle des marchés financiers et le second un objectif quantitatif : drainer davantage de liquidités vers les bourses de valeurs.

La présente étude couvre les deux principaux compartiments d'actifs financiers chinois que sont les produits de taux et les actions et analyse, pour chacun de ces marchés, leurs conditions de développement et leur rôle actuel au sein de l'économie. Elle s'intéresse ensuite aux positions relatives des investisseurs tant résidents que non résidents, ainsi qu'aux stratégies des autorités chinoises pour les attirer vers ces deux marchés d'actifs et particulièrement celui des actions.

I | Le marché des produits de taux

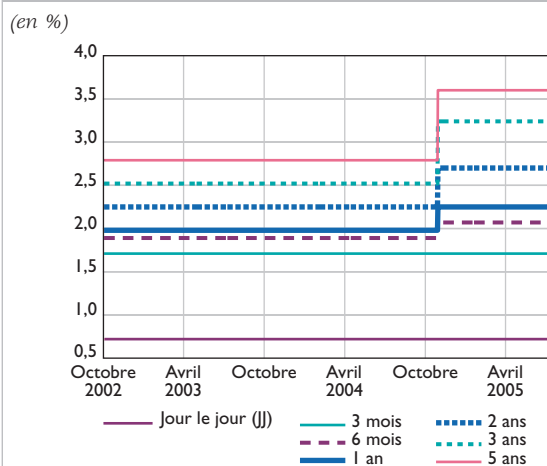
I | I Un marché obligataire peu développé

Le marché des obligations chinoises est encore peu développé, même si le volume des émissions est

récemment en nette augmentation. Cette situation s'explique notamment par la faiblesse du marché de la dette publique, en raison d'un déficit budgétaire historiquement faible (en moyenne 1,7 % du PIB depuis 1980³) qui prive le marché obligataire d'une référence (liquide et de bonne signature) pour la cotation de tous les autres titres émis par le secteur privé. Contrairement à la plupart des marchés obligataires, c'est le plus souvent les émissions privées (de banque) qui ont exercé l'effet d'entraînement dans le développement de ce marché, alors que ce rôle a été traditionnellement exercé par les gouvernements qui finançaient leur déficit budgétaire. Par ailleurs, les obligations chinoises sont quasi systématiquement émises en renminbis et seul un peu moins de 1 % était émis en dollars, euros ou yens à fin juin 2005⁴, l'épargne chinoise étant largement suffisante pour couvrir les besoins d'émissions obligataires.

De fait, les premières émissions d'obligations privées remontent à 1980, mais, en 2003, seuls 35,8 milliards de renminbis (4,3 milliards de dollars) étaient émis, les principaux émetteurs sur le marché des obligations privées étant les institutions financières : selon la BRI, l'encours des obligations d'institutions financières s'élevait à 184 milliards de dollars (environ 11 % du PIB) et celui des entreprises à seulement 12 milliards

Taux d'intérêt directeurs de la Banque populaire de Chine



Source : Bloomberg

¹ Sur base de chiffres de 2003, une étude de McKinsey & Company évaluait à environ 75 % la part des prêts bancaires dans les sources de financement, autofinancement exclu.

² Depuis 1994, le cours de change du renminbi (RMB) était administré (« other conventional fixed peg arrangement », selon la classification FMI) et fluctuant autour de 8,277 pour un dollar (USD), dans une fourchette de plus ou moins 0,3 % ; cependant, une réforme a eu lieu le 21 juillet 2005 et le régime de change chinois évolue vers un flottement géré.

³ Source : FMI – International Financial Statistics

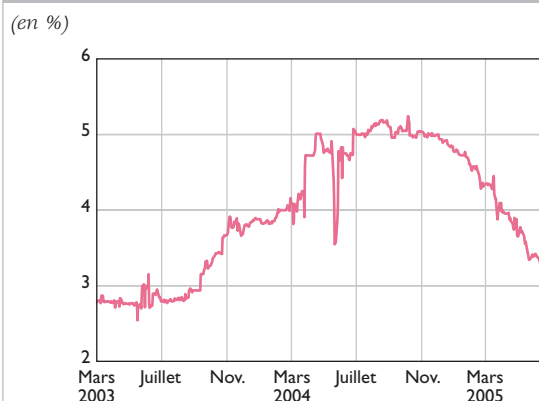
⁴ Source : Bloomberg

(fin décembre 2004). Selon Bloomberg (juin 2005), il existe à peine plus de deux cents obligations privées, alors que déjà près de 1 400 sociétés sont cotées en bourse ⁵. En effet, le financement des sociétés est encore principalement effectué par des emprunts bancaires. En outre, la complexité de la réglementation en matière d'émission obligataire rend ce type de financement peu attractif.

En 1998, après la libéralisation des taux d'intérêt obligataires et la dématérialisation des obligations, la China Development Bank a, pour la première fois, émis des obligations sur la base d'une adjudication compétitive où les prix n'étaient donc plus fixés *ex ante* par les autorités, mais par le libre jeu des mécanismes de marché, ce qui a permis de réconcilier plus aisément l'offre et la demande. Cette première émission obligataire par adjudication compétitive fut suivie par celle de la China Import and Export Bank. Néanmoins, cette réforme indispensable s'est avérée insuffisante pour permettre un véritable décollage du marché d'obligations privées (freiné par la faiblesse de la gouvernance d'entreprise et la transparence limitée des états financiers).

De son côté, l'État émet des obligations pour la première fois en juillet 1981 ⁶. Le ministère des Finances n'eut alors recours aux adjudications compétitives auprès des banques qu'à partir de 1999. Eu égard aux faibles besoins de financement de l'État chinois, le volume des émissions est resté limité et s'est élevé en moyenne annuelle à 453 milliards de renminbis (55 milliards de dollars) sur la période comprise entre 1999 et 2003 ⁷. L'encours total à fin 2004 s'élevait à 287,4 milliards de dollars, selon la BRI (environ 18 % du PIB) ⁸. Bien que le stock d'obligations publiques soit demeuré faible, les autorités chinoises se sont efforcées d'émettre des titres de maturités variées permettant de construire une structure par termes des taux d'intérêt : en 2001, des obligations à 15 et 20 ans ont été émises pour la première fois, puis, en 2002, une première obligation à 30 ans. Enfin, les collectivités locales et les agences de l'État sont également actives sur le marché obligataire et, fin juin 2005, leurs titres de dette négociables représentaient un encours de 168 milliards de dollars (environ 10 % du PIB).

Moyenne des taux des cinq obligations à long terme émises par le gouvernement chinois



Source : Bloomberg

Le marché secondaire des obligations a été créé en 1988. Depuis, les obligations publiques, comme les privées, sont principalement échangées de gré à gré entre les grandes institutions financières locales et, plus marginalement, sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen. Au total, le volume de transactions sur obligations s'est élevé à 2 520 milliards de renminbis (305 milliards de dollars) en 2004, soit un volume quotidien de moins de 1,2 milliard de dollars (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China, 2005).

Un approfondissement des réformes du marché obligataire paraît donc nécessaire pour rendre l'allocation des ressources de financement plus efficiente, faire que le taux d'intérêt à long terme soit un canal de transmission de la politique monétaire et pouvoir finalement établir une véritable courbe de taux représentative des conditions du marché obligataire.

Dans cette perspective, un effort a également été accompli afin de développer les produits dérivés sur taux d'intérêt dont l'introduction (notamment les contrats futurs sur obligation d'État) devrait permettre d'augmenter la liquidité du marché obligataire (Xinhua, 2005). Cependant, une première expérience avait déjà été tentée en 1993 sur la bourse de Shanghai, mais s'était soldée par un échec et les cotations ont

⁵ Fin juin 2005, selon Bloomberg, l'encours des obligations d'institution financière s'élevait à 230 milliards de dollars et celui des obligations d'entreprise à 17 milliards.

⁶ Quelques émissions avaient été effectuées antérieurement, mais plus depuis 1958.

⁷ Source : Bloomberg

⁸ Selon Bloomberg, l'encours des obligations d'État s'élevait à fin juin 2005 à 324 milliards de dollars.

dû être suspendues dès 1995. C'est pourquoi toute nouvelle tentative demeure délicate⁹. Des projets d'émission d'obligations titrisées sont également à l'étude (la titrisation de créances hypothécaires devrait représenter une source de financement significative, des émissions pilotes ont d'ailleurs déjà été autorisées).

I | 2 La libéralisation du marché monétaire

Pour les autorités chinoises, le développement du marché obligataire fait partie d'un projet global de développement du marché des produits de taux et ne peut donc s'entendre sans un marché monétaire sophistiqué. Elles se sont ainsi efforcées de standardiser les opérations sur les taux à court terme en créant, le 1^{er} janvier 1996, le CHIBOR (CHinese Interbank Offer Rate) dont les échéances vont du jour le jour à l'année.

Des opérations de *repo* et *reverse repo* ont également été autorisées, à compter du 5 juin 1997, entre institutions financières. Le volume de ces opérations était, en 2004, de 9 310 milliards de renminbis, soit 1 125 milliards de dollars (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China, 2005). Cependant, l'étroitesse du marché obligataire empêche de créer un véritable marché du *repo* et d'effectuer certaines opérations de politique monétaire liées, en particulier, aux interventions sur les marchés de change.

2 | Le marché des actions

2 | 1 Un marché récent

Les actions ont été créées en Chine en 1984, permettant ainsi au gouvernement de transformer certaines sociétés publiques (les SOE : State Owned Enterprises) en sociétés par actions. Cependant, ces actions, même si elles sont cotées sur un marché, ne sont pas nécessairement toutes librement négociables (actuellement, seul environ un tiers de l'encours l'est).

Puis, en 1990, deux bourses de valeurs ont été créées, afin de faciliter la levée de capitaux par ces sociétés et les échanges de leurs titres, quand cela était autorisé. Ce processus de privatisation reste malgré tout partiel puisque l'État conserve une part majoritaire dans le capital de la plupart des sociétés cotées.

Pour tenir compte de la structure largement administrée de l'économie chinoise, plusieurs catégories d'actions ont dû être introduites, répondant ainsi aux spécificités réglementaires de chaque type d'investisseurs :

- les actions A cotées en renminbis, initialement réservées aux investisseurs résidents¹⁰ (dont seule une partie est négociable, l'autre partie étant détenue encore par l'État) ;
- les actions B cotées en devises et négociables, initialement réservées aux non-résidents (mais ouvertes depuis le 28 février 2001 aux résidents détenteurs de devises) ;
- les actions C détenues par des entités publiques, « *legal person* » (en particulier les SOE), et non cotées (elles ne sont donc pas intégrées dans les calculs de capitalisation boursière).

La première bourse chinoise moderne (il y en avait une dans les années quatre-vingt), celle de Shanghai, fut créée le 26 novembre 1990 ; la deuxième, celle de Shenzhen, le fut peu de temps après, le 1^{er} décembre 1990, mais sa capitalisation boursière reste sensiblement moins importante que celle de Shanghai. Sur la bourse de Shanghai, les actions B sont cotées en dollars, sur celle de Shenzhen en dollars de Hong Kong.

L'histoire des marchés boursiers chinois a été dominée par les introductions en bourse (IPO : Initial Public Offers), en particulier celles des sociétés publiques, mais celles-ci demeurent souvent sous-souscrites ; le marché secondaire est de plus peu liquide. Les capitaux levés à ce titre en 2004 sur les marchés domestiques ont atteint 6,3 milliards de dollars ; plus encore, l'ensemble des IPO effectuées depuis 1992 représentent environ 70 milliards¹¹, soit près de la moitié de la valeur actuelle des titres cotés et négociables sur les marchés de la Chine intérieure.

⁹ L'introduction de contrats futurs et d'options sur indice boursier est également en cours de négociation ; pour l'heure, les seuls marchés dérivés portent sur le change et les matières premières.

¹⁰ Depuis mai 2003, les QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) sont autorisés à investir dans les actions A (cf. infra : 3|2 Les investisseurs non résidents).

¹¹ Source : Bloomberg

Par ailleurs, l'étroitesse du marché national a poussé les sociétés chinoises vers les bourses étrangères. Ce phénomène, classique pour les pays émergents, a d'abord concerné Hong Kong dès juillet 1993¹², avec l'émission des actions dites de type H et des *Red Chips*. À fin 2002, les actions de sociétés chinoises représentaient 26 % de la capitalisation boursière de Hong Kong. Des actions de sociétés chinoises sont également cotées à New York (type N), à Londres (type L), à Singapour (type S) et dans le cadre du American Depositary Agreement (type ADR). Pour autant, une telle segmentation entre les différentes classes d'actions (A, B et C sur les marchés domestiques et H, N, L et S sur les marchés *offshore*) limite la liquidité du marché des actions chinoises.

Malgré cette multiplication des marchés boursiers et même en agrégeant les titres des sociétés chinoises (que ceux-ci soient négociables ou non) cotés en Chine intérieure et à Hong Kong, la capitalisation des marchés boursiers chinois ne serait équivalente qu'à 685 milliards de dollars à fin 2004¹³ (environ 41 % du PIB de la Chine intérieure¹⁴).

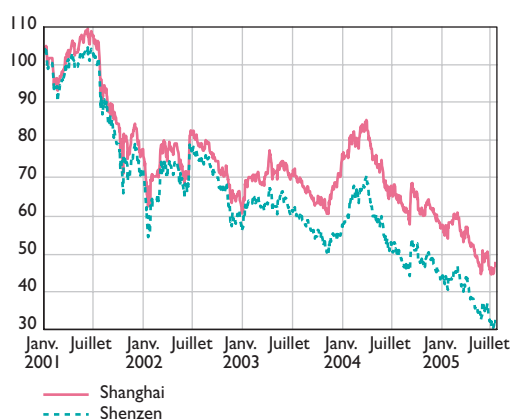
La capitalisation boursière de la seule Chine intérieure s'élevait, quant à elle, en 2004, à environ 450 milliards de dollars¹⁵, ce qui représente environ 27 % du PIB. En outre, comme une part importante des actions cotées est toujours détenue par l'État (et sont donc non échangeables), la capitalisation boursière de titres négociables sur les bourses locales ne représentait plus qu'environ 8,5 % du PIB à fin 2004. Une telle situation pèse logiquement sur la liquidité du marché des actions et son attractivité.

2 | 2 Une forte baisse des cours boursiers depuis 2001

Depuis 2001, les indices boursiers de la Chine intérieure ont baissé de 50 % environ. Depuis son pic de 2000, avec près de 600 milliards de dollars, la capitalisation boursière de la Chine intérieure¹⁶ a chuté d'environ 25 %¹⁵. Les performances économiques de la Chine ne se reflètent pas dans celles du marché des actions. En 2004, le PIB a affiché une croissance de 9,5 %, la plus

Cours des indices des actions A des bourses chinoises

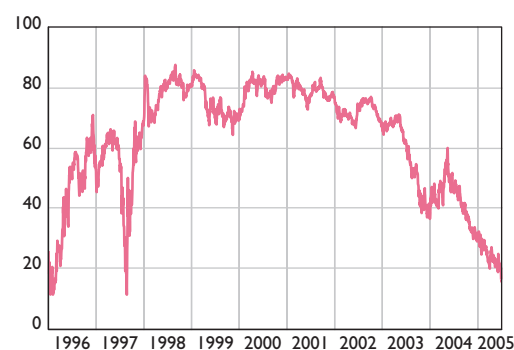
Base 100 = 1^{er} janvier 2001



Source : Bloomberg

Moyenne des écarts relatifs entre les cours de bourse des actions A et H d'une même société

(en %)



Source : Bloomberg

Calculs : Banque de France

NB : Une moyenne positive indique une surévaluation des actions A par rapport aux H.

¹² À partir du 1^{er} juillet 1997, Hong Kong est devenue une Région administrative spéciale (RAS) de la République populaire de Chine.

¹³ Sources : Bloomberg et Hong Kong Stock Exchange. UBS Securities Hong Kong donnait la répartition suivante à fin 2003 : actions A : 500 milliards de dollars – 1 261 sociétés, actions B : 11 milliards de dollars – 111 sociétés, actions H : 52 milliards de dollars – 91 sociétés, Red Chips : 154 milliards de dollars – 73 sociétés, autres : 38 milliards de dollars – 53 sociétés.

¹⁴ À titre de comparaison : les capitalisations boursières à fin 2004 représentaient en France : 63 % du PIB ; en RFA : 34 % ; au Royaume-Uni : 116 % ; et aux États-Unis : 119 % (sources : S & P/Citigroup BMI Global et FMI).

¹⁵ Source : China Statistical Yearbook

¹⁶ Comprenant l'ensemble des titres cotés à Shanghai et à Shenzhen

forte de la zone Asie, alors que les indices actions ont enregistré les plus mauvaises performances : l'indice de référence de Shanghai a baissé de 18,1 % sur la même période. Cette déconnexion peut s'expliquer par le fait que la plupart des actions cotées sont celles d'anciennes sociétés publiques (environ 90 % des 1 224 sociétés cotées) qui ne sont souvent pas très rentables, alors que les nouvelles sociétés privées, plus dynamiques, n'ont guère recours aux marchés boursiers pour se financer : elles font essentiellement appel à l'autofinancement ou à des emprunts bancaires.

Cette situation traduit les doutes des investisseurs relatifs à la juste valorisation des sociétés, doutes alimentés par les rumeurs récurrentes de ventes d'actions détenues par l'État qui pourraient peser sur les cours boursiers et les nombreuses fraudes, notamment comptables, comme le constate trop souvent le régulateur boursier chinois, la China Securities Regulatory Commission (CSRC).

D'autres analystes voient plus positivement dans cette baisse continue des prix des titres cotés sur les bourses chinoises une normalisation des PER (Price Earning Ratio) chinois sur les niveaux internationaux. Nombre de sociétés chinoises ont dans le passé affiché des PER très supérieurs sur les bourses locales à ceux provenant de leurs titres cotés sur les marchés *offshore*, à cause notamment de l'engouement des salariés chinois, plus ou moins incités par les autorités, vis-à-vis des actions de leurs sociétés. Cette situation se normalise : entre 2001 et 2005, les PER sont ainsi passés de niveaux supérieurs à 50 à des niveaux voisins de 20 (fin juin 2005, l'indice composite des actions A et B de Shanghai avait un PER de 18, celui de l'indice composite de Shenzhen s'élevait à 24¹⁷). Par ailleurs, la diminution de l'écart de valorisation entre les compartiments de marché (par exemple, actions H de Hong Kong et A en Chine intérieure) pourrait aussi signaler des prix des actions chinoises plus représentatifs de la valeur économique de ces sociétés cotées. Cependant, les investisseurs semblent encore rester prudents face aux bourses chinoises, aucune nette reprise des cours ne se manifestant pour l'instant.

2 | 3 Améliorer la gouvernance d'entreprise et accroître la transparence des intermédiaires financiers

Afin de remédier au manque de transparence des états financiers des sociétés, la CSRC a annoncé, fin décembre 2004, que toutes les sociétés cotées devaient être auditées à la fois par un cabinet local et un cabinet étranger. De même, alors que le choix des sociétés admises à entrer en bourse revenait traditionnellement aux autorités régionales (avec une certaine opacité et parfois d'importantes manipulations), la procédure d'introduction en bourse est devenue nationale et gérée par la CSRC, après la crise asiatique de 1997. Les sociétés doivent, dorénavant, également divulguer l'identité et la nature de la participation de leurs dix principaux actionnaires (Cabrillac et Yanitch, 2004). Enfin, les investisseurs individuels pourraient à terme pouvoir porter plainte, sous forme de *class-action suits*, devant les tribunaux chinois contre des sociétés cotées ayant publié des états financiers falsifiés, commis des fraudes ou manipulé le marché (O'Neill, 2005a).

Par ailleurs, on assiste depuis le début 2005 à plusieurs initiatives publiques afin d'améliorer la confiance dans les intermédiaires financiers. Actuellement, il existe environ 120 maisons de courtage¹⁸ : la fermeture de certaines d'entre elles, en raison de problèmes de surcapacité, apparaît nécessaire (les transactions en bourse restant limitées, les profits de ces maisons sont très faibles), ce qui pourrait également contribuer à faire disparaître certaines malversations. Dans un tel contexte, le 21 février 2005, la CSRC et le ministère des Finances ont annoncé la création d'un fonds d'une valeur de 6 milliards de dollars qui permettra de compenser les investisseurs pour des pertes éventuelles liées à des faillites ou des couvertures de risque opérationnel généré par ces maisons de courtage chinoises.

¹⁷ Fin juin 2005, le PER du Hang Seng était de 16, celui du Nikkei 225 de 36, celui de l'EuroStoxx 50 de 15 et celui du Standard & Poor's 500 de 20 (source : Bloomberg).

¹⁸ Quelques années auparavant, on en comptait encore un millier (Cabrillac et Yanitch, 2004).

2|4 Les difficultés des introductions en bourse des actions détenues par l'État chinois

Bien que considérées comme indispensables par les autorités chinoises, ces IPO sont difficiles à mener, étant donné l'ampleur du stock de participations d'État à céder. Ces projets pèsent donc significativement sur l'évolution des cours de bourse.

Une nouvelle vague de privatisations a été annoncée le 9 mai 2005 : c'est la troisième fois en six ans que le gouvernement chinois tente de réduire sa détention d'actions, qui se monterait actuellement à 260 milliards de dollars (soit environ 60 % de l'actuelle capitalisation boursière des actions négociables et non négociables de la Chine intérieure). Cette annonce a entraîné une baisse de 4,4 % du Shanghai Composite Index. Ces introductions en bourse pèsent sur les cours par leur effet volume, mais aussi en raison de leur manque de transparence pour les actionnaires minoritaires. Ces IPO nécessitent donc un assainissement crédible des comptes de la société à privatiser, ce qui est parfois difficile à réaliser. Ainsi, les autorités chinoises ont dû, malgré leurs efforts en la matière, reporter *sine die* l'introduction en bourse de la Bank of China, initialement prévue pour le premier semestre 2005, et l'opération ne se fera sans doute pas avant 2006.

C'est également en raison d'un manque de confiance des investisseurs potentiels que les émetteurs chinois privilégient souvent la cession ou l'introduction en bourse de leurs actions sur le marché de Hong Kong dont la réglementation offre une meilleure crédibilité. En juin 2005, trois introductions en bourse ont eu lieu pour un montant total de 6,5 milliards de dollars sur la place de Hong Kong. Ainsi, alors que le montant des IPO effectuées sur les Bourses de Shanghai et Shenzhen n'a cessé de décroître depuis son pic de 2000 (près de 10 milliards de dollars), pour atteindre au premier semestre 2005 seulement 2,2 milliards, les introductions en bourse effectuées sur les places *offshore* ont pris le relais, dépassant depuis 2003 significativement les IPO domestiques ¹⁹.

Enfin, une réforme est envisagée afin d'autoriser la vente des actions C actuellement non négociables et non cotées (celles détenues par les entités publiques). Ces ventes seraient destinées à des investisseurs ayant

alors l'obligation de conserver ces titres au moins un an, mais celles-ci pourraient peser sur les cours des actions.

Malgré ces différentes réformes, l'objectif de trouver de nouvelles sources de financement stables pour les sociétés d'État ne semble pas avoir été atteint. Plus généralement, le financement par actions reste *de facto* marginal pour l'économie chinoise et nombre d'investisseurs hésitent encore à acquérir des actions sur les marchés domestiques, privilégiant le plus souvent les investissements directs.

3| Les investisseurs

L'objectif principal des autorités chinoises est d'élargir la gamme des investisseurs pour arrêter ou limiter les baisses de valorisation et faciliter le financement de l'économie. Il s'agit, en particulier, de trouver des sources de financement stables et d'augmenter la part des investisseurs institutionnels, qui ne détiennent actuellement que 14 % des actions émises sur le compartiment A.

3|1 Les investisseurs résidents

Les ménages chinois ont une épargne très importante, principalement placée en dépôts bancaires, dont l'encours s'élevait à 12 200 milliards de renminbis (1 470 milliards de dollars, soit 92 % du PIB chinois) à fin janvier 2005, ou dans le secteur immobilier. Étant donné l'importance de cette masse de liquidités, les autorités chinoises cherchent à favoriser les investissements des résidents sur les marchés boursiers locaux. Une telle stratégie devrait soutenir les cours boursiers, mais des perspectives de hausse des cours, ainsi qu'un cadre plus sûr en termes de transparence et de gouvernance d'entreprise, seraient également nécessaires pour attirer de nouveau l'épargne des particuliers chinois vers les bourses, après leurs désillusions du début des années deux mille.

C'est pourquoi les autorités chinoises se tournent aussi vers les investisseurs institutionnels résidents pour trouver de nouveaux capitaux susceptibles d'être placés en bourse, d'autant que leur rôle au sein de l'économie chinoise est encore limité. À fin 2001, l'encours des actions détenues par des investisseurs

¹⁹ Source : Bloomberg

institutionnels était évalué à moins de 10 % de la capitalisation boursière de la Chine intérieure (Leung, Liu, Shen, Taback et Wang, 2002) ; en 2002, leurs actifs financiers n'étaient équivalents qu'à 10,6 % du PIB, contre 207,3 % aux États-Unis et 125,4 % en France (Kim, Ho et St Giles, 2003).

Ces nouveaux fonds d'investisseurs institutionnels pourraient se monter à près de 300 milliards de renminbis, soit quelque 36 milliards de dollars²⁰. Pour cela, la réglementation a dû être assouplie et, plus spécifiquement, celle régissant (O'Neill, 2005a) :

- les assureurs, autorisés depuis février 2005 à investir 5 % de leurs actifs en actions (soit un montant équivalent à 60 milliards de renminbis)²¹ ;
- le Fonds national de Sécurité sociale²², autorisé à investir 25 % de ses actifs dans des actions, même s'il ne le fait pas en pratique (soit 37,5 milliards de renminbis, à fin novembre 2004) ;
- les fonds de société, pouvant investir 20 % de leurs avoirs en actions (soit 12,5 milliards de renminbis) ;
- les fonds d'investissement en actions (170 milliards de renminbis).

Le mouvement de libéralisation des marchés financiers et d'ouverture de l'accès pour les institutions financières concerne également le marché interbancaire. Dès 1986, ce marché s'est élargi à certaines banques spécialisées chinoises, puis, en 1996, à l'ensemble des établissements de crédit. Plus spécifiquement, en Chine, contrairement à la taxinomie habituelle aux pays occidentaux, le marché interbancaire est divisé en deux segments, pour chacun desquels une accréditation spécifique est nécessaire : le premier concerne le marché monétaire et le second le marché obligataire. Sur ce dernier segment, dorénavant ouvert aux institutions financières non résidentes et aux assureurs, le nombre de participants est passé de 16 en 1997 à 3 983 à fin 2004. Ces nouveaux intervenants devraient à terme permettre une augmentation de la liquidité du marché obligataire.

3 | 2 Les investisseurs non résidents

La part des investisseurs non résidents sur les différents marchés financiers chinois est encore faible. Sur le marché des actions, initialement, les investisseurs non résidents ne pouvaient en effet qu'acheter des actions B²³, marché très faiblement développé étant donné que moins de 10 % des sociétés chinoises cotées ont émis des actions B et que les volumes quotidiens échangés sur ces actions sont très faibles. Comme les non-résidents ont, de toute façon, la possibilité d'investir dans les actions cotées à l'étranger ou à Hong Kong s'ils souhaitent prendre des participations dans les sociétés chinoises et que ce dernier marché est plus transparent et plus liquide, le segment boursier des actions B reste très largement délaissé.

Depuis mai 2003, les non-résidents ayant obtenu la licence de Qualified Foreign Institutional Investors (QFII : ce statut a été créé le 1^{er} décembre 2002) sont autorisés à investir dans les actions A. Avec la participation de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, depuis le 11 décembre 2001, la présence des non-résidents sur les marchés boursiers chinois pourrait à terme augmenter, mais, actuellement, ceux-ci préfèrent encore investir en Chine *via* une filiale chinoise ou par des financements directs²⁴.

Ces efforts des autorités chinoises pour attirer des investissements de non-résidents n'ont pas encore porté leurs fruits. En effet, les QFII investissent dans seulement 10 % des titres cotés sur les marchés chinois. D'après la CSRC, 50 % des capitaux investis en Chine intérieure par les QFII vont vers les dépôts bancaires, la part restante se répartissant entre les obligations, les actions et les fonds.

De nombreuses restrictions freinent encore les investissements des non-résidents : par exemple, le rapatriement des bénéfices n'est autorisé qu'après un délai de douze mois, le paiement préalable de taxes est réclamé pour être autorisé à acheter des actions A et les quotas d'investissement apparaissent encore trop

²⁰ Actuellement, des rumeurs persistantes se font régulièrement l'écho de l'éventuelle création d'un fonds public de stabilisation, à l'image de celui institué entre 1998 et 2002 afin d'endiguer la baisse des cours des actions de la bourse de Hong Kong (O'Neill, 2005a). Pour l'heure, rien n'est encore arrêté, mais la création d'un tel fonds, d'un montant estimé à 15 milliards de dollars, semble sérieusement étudiée par le gouvernement chinois (Barboza, 2005).

²¹ Fin 2002, 54 % du portefeuille d'investissement des assureurs chinois étaient placés en dépôts et 11 % en repos sur obligations d'État (Kim, Ho et St Giles, 2003).

²² Les sociétés publiques introduites en bourse ont pour obligation d'investir 10 % des fonds levés dans le Fonds national de Sécurité sociale (Cabrillac et Yanitch, 2004).

²³ La segmentation des classes d'actions A (celles cotées en renminbis) et les B (celles cotées en devises) a pour origine la politique de contrôle des changes.

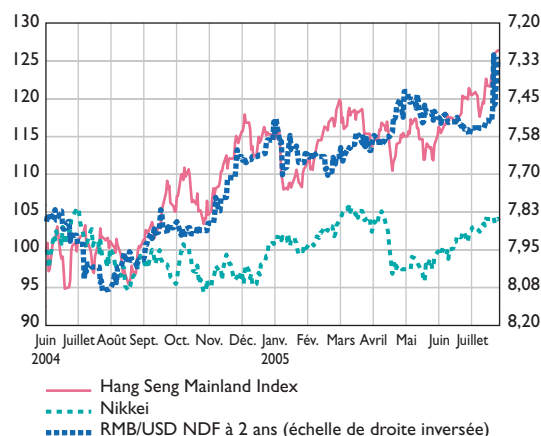
²⁴ Même si les QFII ont la possibilité d'acheter la dette publique chinoise, le marché des obligations privées est pour l'heure fermé aux investisseurs non résidents.

limités comparés à la capitalisation boursière chinoise (à mi-juillet 2005, ils s'élevaient à 4 milliards de dollars pour l'ensemble des vingt-sept institutions qualifiées, dont l'investissement individuel ne peut, en tout état de cause, excéder 800 millions)²⁵. Cependant, une éventuelle augmentation des quotas serait insuffisante pour soutenir les cours boursiers, d'autant que les QFII n'investissent actuellement qu'une part limitée de leur quota en actions (seul environ 1 milliard de dollars sur les 4 milliards de quotas attribués²⁶).

Par ailleurs, les flux de capitaux des QFII s'apparentent parfois à des flux spéculatifs, investis dans la perspective d'une éventuelle poursuite de l'appréciation du renminbi, suite à la réforme du régime de change du 21 juillet 2005. Certains QFII semblent en effet bien spéculer sur de possibles gains de change, comme l'illustre la corrélation entre le cours du renminbi/dollar NDF (*Non Deliverable Forward*) à deux ans et celui des actions H (les actions des sociétés de la Chine intérieure cotées à Hong Kong). C'est pourquoi, étant donné le caractère souvent spéculatif des flux financiers des QFII, la seule augmentation de leurs quotas d'investissement n'apporterait sans doute pas une solution à long terme à la faiblesse des marchés boursiers chinois.

Indices Nikkei, Hang Seng actions H et cours de change renminbi/dollar NDF à 2 ans

Base 100 = 1^{er} juin 2004



Source : Bloomberg

NDF : Non Deliverable Forward

²⁵ Les autorités chinoises ont annoncé, début juillet 2005, une augmentation des quotas afin de relancer la demande des QFII pour les actions : les quotas devraient ainsi être prochainement augmentés à 10 milliards de dollars pour l'ensemble des QFII.

²⁶ D'après Gary Evans de HSBC (O'Neill 2005d)

Bibliographie

Barboza (D.) (2005)

« China weighs \$15 billion rescue fund for its stock market », *The New York Times*, 16 juin

Bingxi (S.) (2005)

« The central bank and the bond market », *China Money*, n° 41, pp. 6-10, mars

Cabrillac (B.) et Yanitch (J.-P.) (2004)

« Les marchés financiers chinois », *Revue d'Économie Financière*, n° 77, pp. 275-297, décembre

China Securities Regulatory Commission (2004)

« China's securities and futures market », avril

Dyer (G.) (2005)

« China considers share buybacks for listed firms », *Financial Times*, 7 juin

Gabriel (S. J.) (1998)

« Exploring the Alphabet Soup of Chinese Financial Markets », *China Essay Series, Essay*, n° 12, novembre

Invesco (2004)

« China – the next investment frontier », *Invesco's educational supplement, Issue*, n° 8, juin

Jiang (G.) et MacCauley (R.) (2004)

« Asian local currency bond markets », *BIS Quarterly Review*, juin

Kim (Y.), Ho (I.-S.-M.) et St Giles (M.) (2003)

« Developing institutional investors in People's Republic of China », *World Bank Country Study Paper*, septembre

Laurenceson (J.) (2002)

« The impact of stock markets on China's economic development: some preliminary assessments », *School of Economics, The University of Queensland, Discussion Paper*, n° 302, janvier

Leahy (C.) (2005)

« A tale of two worlds: China's markets », *Euromoney*, vol. 36, n° 434, pp. 158-164, juin

Leung (E.), Liu (L.), Shen (L.), Taback (K.) et Wang (L.) (2002)

« Financial Reform and Corporate Governance in China », *MIT Sloan School of Management*, juin

Lin (J.-L.) et Wu (C.-S.) (2003)

« Modelling China Stock Markets and International Linkages », *Institute of Economics, Academia Sinica*, décembre

Mei (J.), Scheinkman (J.) et Xiong (W.) (2005)

« Speculative trading and stock prices: evidence from Chinese A-B share premia », *NBER*, mai

Melka (J.) (2005)

« Accélération de la réforme sur les marchés boursiers chinois », *Special Report IXIS*, 18 mai

Melka (J.) et Xu (W.) (2004)

« Le marché obligataire chinois : un développement inadapté à la croissance », *Flash IXIS*, n° 2004-364, 29 novembre

Mission économique de Pékin (2005)

Cabrillac (B.), Felix-Paganon (M.), Gauthier (B.), Hochet (G.), Savary-Mornet (M.) et Yanitch (J.-P.)
Revue financière Grande Chine, n° 289, 10 juin

Monetary policy analysis group of the People's Bank of China (2005)

« Report on steady progress in market-based interest rate reform », *China Financial Publishing House*, avril

O'Neill (M.) (2005a)

« Stock market woes swept under carpet at NPC », *South China Morning Post*, 14 mars

O'Neill (M.) (2005b)

« Foreigners getting in line for A-Shares », *South China Morning Post*, 16 mai

O'Neill (M.) (2005c)

« A-Share markets reeling from crises of confidence », *South China Morning Post*, 13 juin

O'Neill (M.) (2005d)

« *Market revival effort fails to inspire* », *South China Morning Post*, 12 juillet

The Economist (2005)

« *China's stockmarket – A marginalised market* », pp. 67-68, 26 février

Xinhua (2005)

« *China mulls futures trading on share index, state treasury bonds* », *People's Daily Online*, 30 mai

Yang (P.) (2004)

« *La Bourse en Chine : éléments-clés* », Laboratoire Redéploiement Industriel et Innovation, Université du Littoral Côte d'Opale, mars